

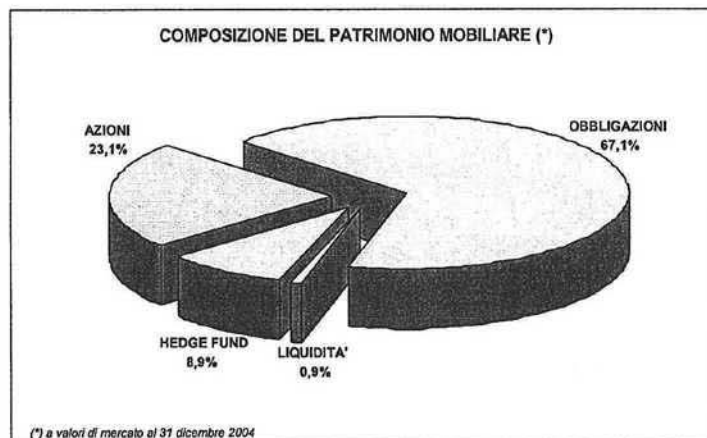
La composizione degli investimenti in *hedge fund* viene di seguito analizzata.

DESCRIZIONE	Quote possedute al 31/12/04	Capitale conferito	Scarti su quote (*)	Valore di bilancio delle quote	Valore di mercato	Plusvalenze implicite
AKROS Market Neutral	9,196	4.800.000	-	4.800.000	4.896.161	96.161
DUEMME Hedge Performance III	27,755	13.800.000	-	13.800.000	14.323.546	523.546
GESTIELLE Hedge Low Volatility	17,962	10.200.000	-	10.200.000	10.716.722	516.722
Hedge INVEST Opportunity Fund	8,761	4.800.000	(282)	4.799.718	5.012.895	213.177
KAIROS Multi-strategy Fund II	18,541	11.400.000	-	11.400.000	11.879.083	479.083
UNIFORTUNE Conservative Fund	13,069	15.000.000	(331)	14.999.669	15.501.343	501.674
TOTALE		60.000.000	(613)	59.999.387	62.329.750	2.330.363

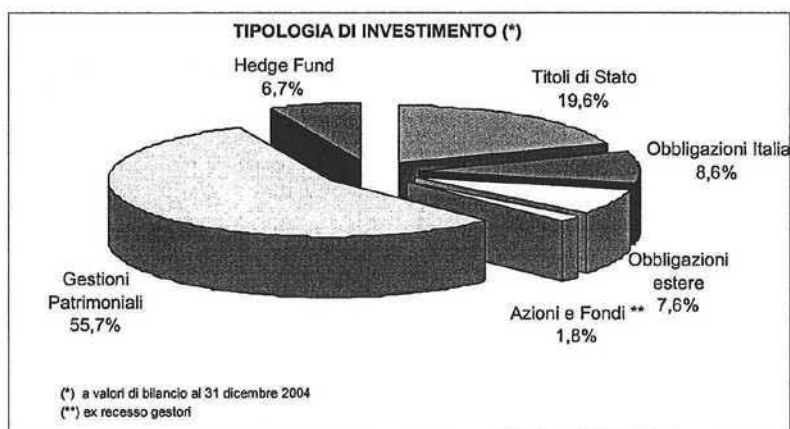
(*) accreditati sul conto corrente della Banca Popolare di Sondrio

Al 31 dicembre 2004 il patrimonio mobiliare immobilizzato ammonta complessivamente ad € 891,1 milioni (€ 836,3 ml a fine 2003).

Nei seguenti due grafici ne è riportata, a tale data, la composizione per classi di attività (*asset class*) e tipologia di investimento.



Rispetto alla composizione al 31 dicembre 2003, a fine 2004 si incrementa la componente azionaria del portafoglio (dal 20 a circa il 23%), mentre si riduce significativamente quella liquida (dal 22 a circa l'1%) a favore della componente obbligazionaria (dal 58 a circa il 67%) e degli investimenti in fondi speculativi (*hedge fund*), pari a circa il 9% (tale incidenza considera sia gli investimenti diretti sia quelli indiretti attraverso le gestioni patrimoniali).



Le gestioni patrimoniali includono sia quelle in fondi (GPF) sia quelle in titoli (GPM) ed evidenziano una incidenza di circa il 56%, sostanzialmente invariata rispetto al precedente esercizio. Il portafoglio obbligazionario è pari a circa il 36% del patrimonio mobiliare immobilizzato al 31 dicembre 2004 (39% a fine 2003). Nel suo ambito, la percentuale dei titoli di Stato (BTP e CCT) rimane una parte significativa del patrimonio, la cui incidenza è sostanzialmente invariata rispetto al precedente esercizio (20%). La quota di obbligazioni estere (circa l'8% del portafoglio) risulta in linea rispetto a quella al 31 dicembre 2003 (9%). La quota residua è costituita da obbligazioni italiane (*corporate*, bancarie e societarie) ed è pari a circa il 9% (10% a fine 2003).

C - ATTIVO CIRCOLANTE

C-II- CREDITI

C-II-1 CREDITI VERSO ISCRITTI, CONCESSIONARI E PENSIONATI

Ammontano complessivamente ad € 85.606.886 al netto dei relativi fondi di svalutazione (€ 504.381) e sono così analizzabili:

DESCRIZIONE		31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Iscritti	entro 12 mesi	155.686.338	(94.944.086)	60.742.252
	oltre (*)	2.432.819	1.710.448	4.143.267
Totale		158.119.157	(93.233.638)	64.885.519
Fondo svalutazione		(258.228)	(154.243)	(412.471)
Crediti netti verso iscritti		157.860.929	(93.387.881)	64.473.048
Conces.ri	entro 12 mesi	13.812.374	7.138.188	20.950.562
	oltre	-	-	-
Pension.ti	entro 12 mesi	260.368	14.818	275.186
	oltre	-	-	-
Fondo svalutazione (pensionati)		(91.910)	-	(91.910)
Crediti netti verso pensionati		168.458	14.818	183.276
TOTALE		171.841.761	(86.234.875)	85.606.886

(*) per ricongiunzioni e riscatti

Crediti verso iscritti

Tali crediti, al lordo del relativo fondo di svalutazione, sono di seguito rappresentati per tipologia di contributo:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Soggettivi	79.904.885	(55.413.629)	24.491.256
Integrativi	57.034.583	(40.743.445)	16.291.138
Solidarietà	-	562.698	562.698
Ricongiunzioni (*)	12.725.376	3.217.943	15.943.319
Riscatti (**)	2.985.040	876.928	3.861.968
Maternità	1.266.281	(475.980)	790.301
Interessi e sanzioni	4.202.992	(1.258.153)	2.944.839
TOTALE	158.119.157	(93.233.638)	64.885.519

(*) includono interessi per € 0,4 milioni al 31 dicembre 2004

(**) includono interessi per € 0,1 milioni al 31 dicembre 2004

Il significativo decremento dei crediti per contributi soggettivi ed integrativi consegue, in termini generali, sia all'anticipazione al 15 dicembre 2004 dei termini per il versamento delle eccedenze (30 dicembre nel 2003) sia alla circostanza che, per effetto della riforma, per il solo 2004 il contributo integrativo minimo non è dovuto.

Con riferimento ai crediti per contributi soggettivi rileviamo che dal corrente esercizio è stata applicata, su una più ampia platea di professionisti iscritti (circa 1.800), la maggiore aliquota del contributo derivante dalla riforma del regime previdenziale (Decreto interministeriale del 14 luglio 2004), pari al 10% - aliquota unica per il solo 2004 applicabile sino al limite di reddito di € 140.000 - rispetto a quella del precedente esercizio (mediamente il 7% circa). E' stato altresì elevato di € 55 il contributo unitario soggettivo minimo (€ 2.085 contro € 2.030). L'ammontare dei crediti, d'altra parte, deve essere considerato unitamente alle voci esposte negli "Altri debiti" per incassi da attribuire (pari complessivamente ad € 13.124.024). Gli stessi sono in corso di definizione amministrativa e, quindi, sono da ritenere compensabili con i suddetti crediti.

I crediti per ricongiunzioni e riscatti verso gli Associati vengono rappresentati sulla base dei piani di ammortamento sottoscritti e comprendono le rate (per capitale ed interessi) esigibili nel 2005 ed oltre, come di seguito evidenziato:

DESCRIZIONE	2005	2006-2009	Oltre	Totale
Ricongiunzioni	12.651.945	3.265.268	26.106	15.943.319
Riscatti	3.010.075	851.893	-	3.861.968
TOTALE	15.662.020	4.117.161	26.106	19.805.287

I crediti per ricongiunzioni, in particolare, sono riferibili a somme dovute da altri Enti di previdenza obbligatoria (€ 5,7 ml) e dagli Associati (€ 9,6 ml). Il credito per contributi di maternità è riferibile al corrente esercizio per € 0,6 milioni. Tale contributo è risultato, su base unitaria, pari a € 120 (€ 187 nel 2003), in considerazione anche del risconto passivo appostato nel precedente bilancio. L'importo dei crediti è, infine, rettificato da un fondo di svalutazione di € 412.471 (€ 258.228 a fine 2003). Tale fondo è stato utilizzato nell'esercizio per € 11.717 e ricostituito per € 165.960 in virtù di un'analisi di congruità aggiornata. Lo stesso, se pur prevalentemente di natura generica, è ritenuto congruo a fronteggiare i rischi di inesigibilità in essere per contributi (soggettivi, integrativi e maternità) e relativi interessi e sanzioni.

Crediti verso concessionari

Sono relativi al carico dei ruoli esattoriali emessi, gestiti con il sistema del "riscosso semplice". Rileviamo che l'incremento di tali crediti è riferibile ai maggiori ruoli emessi nel 2004 rispetto al 2003 (3 contro 1) e che, nel primo trimestre del 2005, sono pervenuti versamenti per € 1,5 milioni a valere sul saldo di fine anno.

Crediti verso pensionati

Risultano costituiti dai crediti verso gli eredi (€ 275.027) e verso ex-combattenti (€ 159) ed evidenziano complessivamente un incremento di € 14.818 rispetto al precedente esercizio (€ 260.368). I crediti verso gli eredi si riferiscono prevalentemente a vertenze in corso, sia per il recupero di ratei di pensione erogati a percettori il cui decesso è stato conosciuto successivamente al pagamento sia per l'erogazione di trattamenti pensionistici per effetto di sentenze esecutive, avverso le quali è stato presentato comunque ricorso. Tali crediti sono inoltre rettificati da un fondo di svalutazione (€ 91.910, invariato rispetto al precedente esercizio) specifico, che si ritiene congruo a fronteggiare i rischi di inesigibilità in essere.

C-II-4-bis CREDITI TRIBUTARI

Ammontano complessivamente ad € 300.256 (€ 141.776 nel precedente esercizio) e sono costituiti, per € 60.350, da richieste di rimborso a titolo di IRPEF sostanzialmente riferibili a ritenute versate in eccesso su erogazioni di ratei pensione a percettori il cui decesso è stato conosciuto successivamente al pagamento. Nel corso dell'esercizio sono stati incassati crediti riferiti ad annualità pregresse (1986-1992, 1994 e 1996) per complessivi € 110.865, di cui € 44.684 a titolo di interessi. Gli stessi sono stati contabilizzati nei proventi straordinari per la parte riferibile a precedenti esercizi (€ 44.478) in quanto, per ragioni meramente cautelative, non iscritti nel bilancio al 31 dicembre 2003.

Sono stati inoltre contabilizzati crediti per € 218.323. Gli stessi scaturiscono dai maggiori acconti versati per l'Ires (€ 4.223.502) - per effetto di una diversa previsione relativa ai dividendi imponibili - nonché dalle ritenute d'acconto subite sui dividendi di fonte italiana e dalle imposte pagate sui quelli di fonte estera (per complessivi € 48.628), rispetto alle imposte correnti maturate (€ 4.048.313). Tale credito è esposto al netto del debito maturato per l'Irap (€ 5.494) e verrà recuperato all'atto del versamento del primo acconto per l'esercizio 2005. Il residuo (€ 21.583) è formato da crediti IVA e per imposte dirette (per complessivi € 15.537) derivanti dalla liquidazione, avvenuta nel 2001, della ex-controllata San Marco Service Srl, nonché da crediti (€ 6.046) derivanti da ritenute versate in eccesso nel corso dell'esercizio - su ratei di pensioni a percettori il cui decesso è stato conosciuto successivamente al pagamento - e recuperati con i versamenti effettuati nel primo bimestre del 2005.

C-II-5. CREDITI VERSO ALTRI

Risultano così costituiti:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Canoni di locazione	1.144.472	(224.626)	919.846
Oneri accessori	870.548	(86.195)	784.353
Interessi di mora	47.886	3.138	51.024
Crediti lordi (gestione immobiliare)	2.062.906	(307.683)	1.755.223
Fondo svalutazione	(659.172)	(14.772)	(673.944)
Crediti netti	1.403.734	(322.455)	1.081.279
Depositi cauzionali	7.753	(2.268)	5.485
Ministero dell'Economia	56.657	2.050	58.707
Ministero del Lavoro	1.005.020	139.813	1.144.833
INPS (pensioni totalizzate)	-	23.449	23.449
Commissioni di retrocessione	-	193.885	193.885
Diversi	20.564	92.803	113.367
TOTALE	2.493.728	127.277	2.621.005

Crediti della gestione immobiliare

Le posizioni creditorie ammontano complessivamente ad € 1,8 milioni e sono rettifiche da un fondo specifico di € 0,7 milioni. Lo stesso è stato determinato valutando le presumibili perdite sui crediti in sofferenza e su quelli di dubbia recuperabilità, considerando altresì le fidejussioni ricevute, i depositi cauzionali a garanzia incassati e gli incassi del primo trimestre 2005. Il fondo è ritenuto congruo a fronteggiare i rischi di inesigibilità in essere dei crediti e nell'esercizio è stato utilizzato per € 54.282, a seguito della definizione transattiva di posizioni in sofferenza ovvero per l'eliminazione di crediti non più recuperabili. Sono stati inoltre accantonati € 69.054 su posizioni di dubbia recuperabilità, per le quali è stata avviata azione legale.

Per i crediti su oneri accessori è in corso la riscossione dei conguagli determinati a consuntivo.

Crediti verso Ministeri (Economia e Lavoro)

Il credito verso il Ministero dell'Economia è relativo all'anticipazione di somme a pensionati ex-combattenti (L. 140/85) ed è così costituito:

DESCRIZIONE	PENSIONATI	CREDITO al 31/12/03	PENSIONATI	CREDITO al 31/12/04
VECCHIAIA	79	32.232	76	32.223
INVALIDITA'	5	2.140	5	1.926
REVERSIBILITA'	85	20.764	81	23.237
INDIRETTE	6	1.502	5	1.318
EREDI	2	19	1	3
TOTALE	177	56.657	168	58.707

Il credito verso il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali (€ 1,1 ml) riguarda la richiesta di rimborso - predisposta secondo quanto indicato dalla relativa Circolare dell'11 ottobre 2002 - per indennità di maternità, da presentare entro due mesi dall'approvazione del bilancio in applicazione della normativa che prevede l'intervento a carico dello Stato (art.49 L. 488/99). Lo stesso discende dalle indennità erogate nell'esercizio per le quali è possibile chiedere il rimborso (n. 673). Evidenziamo che il credito del precedente esercizio (€ 1,0 ml) è stato incassato nel corso dell'esercizio.

Crediti verso INPS per pensioni totalizzate

Sono costituiti dagli importi anticipati per conto dell'INPS (4 posizioni) e relativi ai costi per le pensioni totalizzate dell'esercizio. Rileviamo che l'istituto della totalizzazione dei periodi assicurativi accreditati in gestioni previdenziali diverse è stato introdotto dalla legge 388/2000 (art.71) e regolamentato dal Decreto del Ministero del Lavoro del 7 febbraio 2003 n. 57.

Crediti per commissioni di retrocessione

Ammontano al 31 dicembre 2004 ad € 193.885 e riguardano crediti verso gestori di investimenti in quote di O.I.C.R. (€ 84.244) ed *hedge fund* (€ 109.640), per commissioni di retrocessione maturate. Tali crediti sono stati incassati nel primo trimestre 2005.

Crediti diversi

Tale voce include € 88.980 (di cui € 52.161 esigibili oltre 12 mesi) per crediti derivanti da una transazione formalizzata nell'esercizio con un'impresa di costruzioni (gestione immobiliare). Il credito originario, di importo pari ad € 128.868, viene rimborsato sulla base di un piano di ammortamento che scadrà a maggio 2007. Nel corso dell'esercizio sono stati rimborsati € 39.978. La transazione è assistita da una fidejussione di € 128.868, rilasciata dalla Banca Popolare di Milano a garanzia dell'operazione ed esposta nei Conti d'ordine.

Nel suo complesso la voce "Crediti", ad esclusione dei crediti per ricongiunzioni e riscatti in precedenza menzionati, non contiene posizioni di durata residua oltre 5 anni.

C-III ATTIVITA' FINANZIARIE CHE NON COSTITUISCONO IMMOBILIZZAZIONI

C-III-3-a FONDI IN CORSO DI VENDITA

Ammontano ad € 351.534 e sono relativi a fondi azionari in corso di alienazione al 31 dicembre 2004. L'operazione è stata perfezionata nel 2005 con valuta 4 gennaio ed ha generato una plusvalenza pari ad € 11.304, contabilizzata in tale esercizio.

C-III-3-b QUOTE DI OICR

Sono relativi ad investimenti in quote di O.I.C.R. (Organismi di investimento collettivo del risparmio), effettuati in quote di fondi (€ 113,2 ml) e Sicav (€ 232,5 ml) di diritto estero (lussemburghesi e francesi, ad esclusione di Azimut che è di diritto italiano), per complessivi € 345,7 milioni. Sono rappresentati tra le attività correnti in quanto impieghi tattici di liquidità in un'ottica temporale di breve termine. Tali strumenti finanziari - ad accumulazione dei proventi - risultano armonizzati alla normativa comunitaria, in quanto conformi alla Direttiva Europea 85/611/CEE. Sono, quindi, fiscalmente ottimizzati e vengono tassati con imposta sostitutiva al 12,5%, senza obblighi dichiarativi, applicata sul realizzato (ossia sulla plusvalenza effettivamente incassata).

Sono esposti in bilancio al valore di costo ed al 31 dicembre 2004 evidenziano, rispetto a tale valore, plusvalenze implicite complessivamente pari ad € 7,7 milioni. Dette plusvalenze non sono state registrate in quanto non realizzate e al 31 marzo 2005 le stesse ammontano ad € 10,0 milioni. La movimentazione dell'esercizio degli investimenti in quote di O.I.C.R. è così analizzabile:

DESCRIZIONE	31/12/03	INVESTIMENTI	SCARTI SU QUOTE (*)	DISINVESTIMENTI	31/12/04
Sicav	198.450.000	34.000.000	-	-	232.450.000
Fondi	96.250.000	17.000.000	(59)	-	113.249.941
TOTALE	294.700.000	51.000.000	(59)	-	345.699.941

(*) accreditati sul conto corrente della Banca Popolare di Sondrio

Gli investimenti in essere al 31 dicembre 2004 sono così analizzabili:

DESCRIZIONE	Natura	Quote possedute al 31/12/04	31/12/03	Investimenti 2004	31/12/04	Valore di mercato al 31/12/04	Plusvalenze implicite (*)
J.P.MORGAN (Euro liquidity fund)	Sicav	4.115,593	43.120.000	-	43.120.000	44.099.978	979.978
WEST AM (European convertible fund)	Sicav	3.553.334,820	40.180.000	7.000.000	47.180.000	47.898.953	718.953
GENERALI AM (Euro yield plus fund)	Sicav	359.420,452	32.200.000	4.000.000	36.200.000	37.212.237	1.012.237
PICTET (Euro turbo income class)	Sicav	390.216,380	33.180.000	6.000.000	39.180.000	39.825.484	645.484
SGAM (Dynamic Money convert) (**)	Sicav	49.798,855	49.770.000	-	49.770.000	50.199.128	429.128
SINOPIA (Previplus) (**)	Fondi	626,161	50.330.000	11.999.941	62.329.941	64.192.367	1.862.426
AZIMUT (Trend)	Fondi	271.929,472	-	5.000.000	5.000.000	5.253.949	253.949
INVESCO (GT Capital)	Sicav	759.734,090	-	8.000.000	8.000.000	8.174.739	174.739
DWS INV (Total return)	Sicav	89.865,202	-	9.000.000	9.000.000	9.186.920	186.920
CREDIT SUISS (Euro bond fund)	Fondi	44.680,126	45.920.000	-	45.920.000	47.336.806	1.416.806
TOTALE			294.700.000	50.999.941	345.699.941	353.380.561	7.680.620

(*) al lordo del relativo effetto fiscale (12,5%)

(**) trasferimenti di posizione nel 2004: da Money market a Dynamic money convert (SGAM) e da Alternatime/Alternacess a Previplus (SINOPIA)

C-IV DISPONIBILITA' LIQUIDE

Ammontano ad € 343,5 milioni e sono costituite dai depositi bancari presso la Banca Popolare di Sondrio, da depositi postali e dalle giacenze di cassa, come di seguito evidenziato:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Depositi bancari	128.993.343	214.135.129	343.128.472
Depositi postali	10.403.431	(10.067.524)	335.907
Cassa contanti (*)	2.783	(519)	2.264
TOTALE	139.399.557	204.067.086	343.466.643

(*) include i valori bollati

Il saldo dei depositi bancari comprende due conti correnti ed include gli incassi in corso di accreditamento - con valuta 2004 - derivanti dal pagamento delle eccedenze contributive (€ 155.612), le competenze di fine anno (€ 919.967), nonché i rimborsi di titoli obbligazionari e gli incassi di cedole (per complessivi € 521.830) accreditati prevalentemente con valuta 31 dicembre 2004. I due conti correnti sono remunerati, sulla base della convenzione in essere, al tasso ufficiale di riferimento (2,00% a fine 2004) maggiorato di un punto, per un tasso lordo complessivo del 3,00% (invariato rispetto a fine 2003).

Il significativo incremento (€ 214,1 ml) del saldo bancario rispetto al precedente esercizio, nel suo complesso, è dovuto - tra l'altro - alla maggiore liquidità disponibile per effetto dell'anticipazione di circa 15 giorni della scadenza prevista per il versamento delle eccedenze contributive (15 dicembre nel 2004 rispetto al 30 dicembre nel 2003) ed ai minori investimenti finanziari effettuati rispetto al 2003 (€ 135 contro € 435 ml). Peraltro, nel corso del primo trimestre del 2005 sono state poste in essere operazioni d'investimento per circa € 144 milioni, come più diffusamente evidenziato nella Relazione sulla gestione alla quale si rinvia.

La giacenza dei depositi postali è remunerata al tasso lordo dell'1% (come a fine 2003) ed include le competenze maturate nell'esercizio (€ 5.525). Rileviamo che il saldo postale è stato trasferito sul conto bancario nei primi giorni di gennaio 2005 e che la significativa riduzione dello stesso rispetto al precedente esercizio, pari ad € 10,1 milioni, consegue alla sopra menzionata anticipazione della scadenza per il versamento delle eccedenze contributive.

D - RATEI E RISCOINTI ATTIVI

Ammontano complessivamente ad € 7.001.679 (€ 14.430.476 a fine 2003). Con riferimento ai ratei, la voce è relativa agli interessi ed alle quote di disaggio maturate (per gli acquisti di titoli sotto la pari) ed è così analizzabile:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Cedole in maturazione	6.615.633	77.391	6.693.024
Disaggi di emissione	7.722.061	(7.466.067)	255.994
TOTALE	14.337.694	(7.388.676)	6.949.018

Il significativo decremento dei disaggi di emissione è riferibile alle operazioni di vendita impostate nell'esercizio ed in precedenza analizzate (voce B-III-3-a). I risconti attivi, che ammontano a fine anno ad € 52.661 (€ 92.782 al 31 dicembre 2003), sono rappresentati da costi differiti riferibili a spese generali e postali.

PASSIVO**A - PATRIMONIO NETTO**

La movimentazione di periodo e la consistenza di fine esercizio sono così analizzabili:

DESCRIZIONE	31/12/03	DESTINAZIONE AVANZO CORRENTE	DECREMENTO RISERVE	31/12/04
Riserva di rivalutazione	60.620.604	-	-	60.620.604
Riserva legale (previdenziale)	1.506.992.287	196.642.893	-	1.703.635.180
Riserva legale (assistenziale)	12.273.811	4.039.883	-	16.313.694
TOTALE	1.579.886.702	200.682.776	-	1.780.569.478

La riserva di rivalutazione (volontaria) degli immobili è stata istituita nel 1994 in relazione alla privatizzazione della Cassa, sulla base della differenza tra il costo storico ed il valore ai fini ICI del patrimonio immobiliare. Si rinvia a quanto rilevato in precedenza (B-II-1).

La riserva legale per le prestazioni previdenziali accoglie l'assegnazione del 98% dell'avanzo per complessivi € 196,7 milioni (art.24 L. 21/86 ed art.30, co.5, Statuto), secondo il meccanismo di calcolo previsto dal citato articolo 24; quella per le prestazioni assistenziali accoglie l'assegnazione del residuo 2%, pari ad € 4,0 milioni. Rileviamo che dal corrente esercizio l'onere della polizza sanitaria a favore degli iscritti e dei pensionati attivi viene addebitato a conto economico e non più imputato a tale riserva. Si rinvia al commento delle prestazioni istituzionali (voce B-7-a).

L'importo del patrimonio netto di fine esercizio è pari a 16,9 volte l'ammontare delle pensioni di periodo. Nella tabella seguente emerge che l'indice nel quadriennio 2001-2004 si mantiene elevato, ancorché in tendenziale diminuzione.

ANNO	PATRIMONIO NETTO	PENSIONI (*)	INCREM. (%)	CONTRIBUTI (soggettivi ed integrativi)	INCREM. (%)	PATRIM. NETTO / PENSIONI
2001	1.248,6	65,0	19,3	146,8	10,5	19,2
2002	1.403,0	75,0	15,4	232,5	58,4	18,7
2003	1.579,9	87,4	16,5	240,6	3,5	18,1
2004	1.780,6	105,2	20,4	258,3	7,4	16,9

(*) escluso accantonamenti al fondo

B - FONDI PER RISCHI ED ONERI**B-3-ALTRI**

Sono così analizzabili:

DESCRIZIONE	31/12/03	ACCANTONAMENTI	UTILIZZI	STORNI	RICLASSIFICHE	31/12/04
Rinnovo contratto di lavoro	-	195.491	-	-	-	195.491
Contributi non dovuti	5.205.298	-	(2.301.585)	-	1.047.680	3.951.393
Restituzione contributi	-	3.300.000	-	-	-	3.300.000
Pensioni maturate	4.922.818	11.005.946	(1.164.754)	-	(65.576)	14.698.434
Rischi su immobili	25.822.845	-	-	-	-	25.822.845
Vertenze in corso	191.710	-	(50.789)	-	-	140.921
Oscillazione titoli	10.760.895	1.670.906	-	(4.623.046)	-	7.808.755
TOTALE	46.903.566	16.172.343	(3.517.128)	(4.623.046)	982.104	55.917.839

Rileviamo, in via preliminare, che non sussiste contenzioso con altri Enti previdenziali mentre esiste contenzioso con l'Amministrazione finanziaria, come in precedenza evidenziato (voce C-II-5), per il recupero di crediti. Gli storni sono relativi ad assorbimenti di fondi risultati eccedenti rispetto alle iniziali previsioni e sono esposti tra gli "Altri proventi" (voce A-5-c).

Fondo rinnovo contratto di lavoro

Rappresenta l'onere previsto per effetto della scadenza, al 31 dicembre 2003, del C.C.N.L. riguardante sia i dirigenti sia il personale non dirigente (con la sola esclusione dei portieri degli stabili).

Fondo contributi non dovuti

Accoglie somme prudenzialmente accantonate per rischi connessi alla restituzione dei contributi nei confronti degli associati ed è collegato a posizioni contributive che hanno evidenziato situazioni debitorie per la Cassa, per le quali sono in corso verifiche amministrative anche in funzione della definizione delle posizioni individuali. La riclassifica dell'esercizio (€ 1,0 ml) è relativa a contributi incassati nel 2004 che risultano in fase di verifica a fine esercizio e che, pertanto, non possono essere considerati debiti effettivi.

Fondo restituzione contributi

Ammonta ad € 3,3 milioni (di cui € 0,5 milioni a titolo di interessi) ed è stato costituito nell'esercizio a fronte di 304 domande di restituzione di contributi (ex art.21 L. 21/86) pervenute al 31 dicembre 2004 e da deliberare a tale data, prevalentemente riferibili al 2004 quale effetto della riforma del sistema previdenziale approvata nell'esercizio.

Fondo pensioni maturate

E' riferito ai trattamenti pensionistici maturati e non deliberati al 31 dicembre 2004 a titolo di vecchiaia (€ 4,1 ml), vecchiaia anticipata (ex anzianità, per € 5,2 ml), relativi supplementi biennali e quinquennali (€ 5,1 ml) e per altre pensioni (€ 0,3 ml). Il fondo è stato riclassificato nei debiti per € 65.576, in considerazione delle delibere assunte nell'ultimo bimestre dell'esercizio. Il significativo incremento del fondo è sostanzialmente riferibile ai trattamenti maturati per vecchiaia anticipata e per supplementi.

Fondo rischi su immobili

Tale fondo è stato costituito in precedenti esercizi a seguito di valutazioni effettuate sulla base di perizie estimative indipendenti per fronteggiare, per alcuni immobili per i quali erano emersi elementi di criticità non permanente, rischi derivanti da presumibili oscillazioni di valore. A fine esercizio, in considerazione di valutazioni tecniche correlate anche agli andamenti generali del mercato immobiliare e ad elementi specifici riferibili alle singole unità di riferimento, i rischi derivanti da eventuali e consistenti oscillazione di valore sembrano non più sussistenti, ma si è ritenuto di conservare il fondo anche se lo stesso assume ormai un significato sostanzialmente prudenziale.

Il Consiglio di amministrazione, in ogni caso, sta valutando l'opportunità di conferire un incarico ad una primaria società per una valutazione estimativa del valore del patrimonio immobiliare.

Fondo vertenze in corso

Tale fondo (€ 140.921), costituito su basi prudenziali, fronteggia rischi di soccombenza relativi a vertenze in corso. Nel corrente esercizio è stato utilizzato per € 50.789 a fronte del pagamento di alcune cause ed il residuo a fine 2004 è ritenuto congruo a fronteggiare i rischi in essere.

Fondo oscillazione titoli

Ammonta ad € 7,8 milioni e fronteggia le minusvalenze implicite delle gestioni patrimoniali (€ 6,1 ml) e quelle del portafoglio azionario (€ 1,7 ml), come già evidenziato alla voce B-III-3-b. Il fondo è risultato eccedente per € 4,6 milioni ed è stato accreditato a conto economico per tale ammontare.

C - TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO LAVORO SUBORDINATO

La movimentazione del periodo è così analizzabile:

DESCRIZIONE	31/12/03	ACCANT.TI	UTILIZZI	31/12/04
Dirigenti, quadri ed impiegati	1.089.244	316.193	(143.768)	1.261.669
Portieri (*)	112.771	14.881	(42.391)	85.261
TOTALE	1.202.015	331.074	(186.159)	1.346.930

(*) unità immobiliari di proprietà

Il saldo comprende le quote accantonate per il personale dipendente ed è esposto al netto delle liquidazioni e delle anticipazioni erogate, delle quote trasferite al fondo di previdenza complementare con la Unipol (previsto dal contratto collettivo) e dell'imposta sostitutiva (11%) sulle rivalutazioni maturate nell'esercizio.

D – DEBITI**D-7 DEBITI VERSO FORNITORI**

Ammontano ad € 1.688.073 al 31 dicembre 2004, contro € 1.381.084 a fine 2003. Il saldo include fatture da ricevere per € 1.251.415 ed è esposto al netto sia degli anticipi erogati ai fornitori sia delle note credito da ricevere, complessivamente pari ad € 91.166.

D-12 DEBITI TRIBUTARI

Risultano così formati:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Imposte (Ires-Irap)	11.451	(11.451)	-
Ritenute su retribuzioni, pensioni e lavoro autonomo	4.573.174	(796.896)	3.776.278
Altri	57.689	21.046	78.735
TOTALE	4.642.314	(787.301)	3.855.013

Rileviamo che, per effetto di maggiori acconti d'imposta versati rispetto a quanto determinato a consuntivo, per il corrente esercizio non risultano debiti per imposte maturate (Ires ed Irap). Rinviamo, a tal proposito, a quanto già esposto in precedenza (voce C-II-5).

La voce "Altri" include i debiti per Tarsu (€ 18.563), riguardanti le annualità dal 2001 al 2004 e relativi alla Sede di Roma.

D-13 DEBITI VERSO ENTI PREVIDENZIALI E DI SICUREZZA SOCIALE

L'importo (€ 335.555 contro € 297.610 del precedente esercizio) è costituito dal debito verso l'INPS per contributi (€ 296.718) sulle retribuzioni di dicembre 2004; dagli oneri previdenziali relativi alle ferie maturate e non godute (€ 34.174); dai debiti verso INPDAP su ricongiunzioni (€ 3.068) e verso INAIL (€ 1.595).

D-14 ALTRI DEBITI

Sono così costituiti:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Regolarizzazioni, ricongiunzioni, riscatti e diversi	3.815.808	6.714.204	10.530.012
Sanatoria contributiva	4.313.361	(1.719.349)	2.594.012
<i>Totale</i>	8.129.169	4.994.855	13.124.024
Conduttori (oneri accessori)	85.710	17.439	103.149
Pensionati	1.347.133	4.564.266	5.911.399
Rimborsi di contributi (non dovuti e periodi coincidenti)	264.084	324.159	588.223
Restituzione contributi (art. 21 L.21/86)	518.244	(403.372)	114.872
Indennità di maternità	2.434.536	506.579	2.941.115
Prestazioni assistenziali	197.983	20.736	218.719
Dipendenti (competenze e ferie maturate)	500.725	36.938	537.663
Enti locali	32.456	(16.323)	16.133
Depositi cauzionali	689.617	89.325	778.942
Organi collegiali	639.254	154.906	794.160
Concessionari	1.444.517	25.087	1.469.604
Debiti diversi	383.562	139.906	523.468
TOTALE	16.666.970	10.454.501	27.121.471

Al 31 dicembre 2004 risultano posizioni debitorie, per somme incassate a vario titolo, per complessivi € 13,1 milioni, che evidenziano un incremento di € 5,0 milioni rispetto al precedente esercizio. Tale incremento riguarda sostanzialmente la contribuzione soggettiva ed integrativa e scaturisce, in prevalenza, dal versamento del saldo delle eccedenze, anche in conseguenza dell'effetto di amplificazione indotto dalla riforma previdenziale (per l'abolizione dell'obbligo di versamento per i neoiscritti, intervenuto successivamente al pagamento della rata di maggio; per i versamenti oltre il tetto di € 140.000; per la maggiore aliquota di base sui versamenti non accompagnati dai modelli reddituali e per quelli effettuati per regolarizzazione spontanea).

Tali posizioni, per € 10,5 milioni, sono riferibili: alla regolarizzazione delle inadempienze contributive (spontanea ed ex sistema sanzionatorio, per € 2,6 ml); a versamenti per ricongiunzioni e riscatti (€ 0,7 ml); a posizioni, già definite e da rimborsare (€ 1,1 ml); a posizioni rimborsate nel 2005 (€ 0,4 ml); ad incassi per i quali non stati inviati i modelli reddituali (€ 1,6 ml), nonché ad incassi per i quali sussistono status giuridici da definire (€ 4,1 ml). Dette posizioni potranno essere definite dal 2005 in applicazione delle procedure ordinarie di regolarizzazione. Sussistono, inoltre, posizioni riferibili alla sanatoria contributiva (€ 2,6 ml), che risultano significativamente diminuite nell'esercizio per le lavorazioni effettuate (€ 1,7 ml). Al riguardo rileviamo che, pur essendo state definite circa il 93% delle domande pervenute (11.986), l'impossibilità a vario titolo di definire le posizioni dei professionisti (in particolare, per carenza documentazione inviata, per status non definiti e per versamenti integrativi richiesti e non pervenuti) non ha consentito l'ultimazione delle lavorazioni.

I debiti per prestazioni e per restituzione contributi in essere si riferiscono principalmente a provvedimenti adottati dagli organi competenti alla fine dell'esercizio, la cui liquidazione è avvenuta nei primi mesi del 2005. Il debito verso Enti locali rappresenta la parte residuale degli incassi - derivanti dalle rimesse per quote forfetarie dovute dagli Enti stessi a copertura dei contributi soggettivi minimi dovuti dagli iscritti - ancora da allocare ai crediti verso gli iscritti per incarichi di amministratore locale dagli stessi ricoperti, per effetto della normativa (DM del 25 maggio 2001) riguardante tali incarichi. I depositi cauzionali verso conduttori includono gli interessi maturati (€ 107.801) e risultano estinguibili entro il 2005 per € 64.790, mentre la quota residua (€ 714.152) è esigibile oltre 5 anni per un ammontare pari ad € 434.244.

La voce "Debiti diversi" include, tra l'altro, i debiti verso Unipol per la previdenza integrativa (€ 87.169), quelli relativi al concondo edilizio (€ 36.872) da liquidare in due rate nel 2005 e per anticipi da conduttori (€ 85.400), incassati alla fine dell'esercizio a valere su canoni di locazione di gennaio 2005. I debiti di fine esercizio, ad esclusione dei menzionati depositi cauzionali, non contengono nel loro complesso posizioni di durata residua oltre 5 anni.

E - RATEI E RISCONTI PASSIVI

Ammontano complessivamente ad € 3.657.626 al 31 dicembre 2004 (€ 9.876.770 a fine 2003). I ratei sono così costituiti:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Aggi su titoli	475.954	312.778	788.732
Imposte sostitutive	1.790.935	(922.578)	868.357
Oneri diversi	51.922	23.203	75.125
TOTALE	2.318.811	(586.597)	1.732.214

L'ammortamento dell'aggio su titoli, i cui effetti economici sono rappresentati alla voce "Altri proventi", viene effettuato sulla base delle scadenze dei titoli di Stato ed obbligazionari in portafoglio. L'incremento della voce consegue agli investimenti, sopra la pari, effettuati nell'esercizio. Le imposte sostitutive, relative ad interessi e disaggi di emissione maturati, verranno trattenute al momento dell'incasso della cedola o del rimborso del titolo. Il decremento del saldo scaturisce dalla riduzione dei ratei attivi su cedole e disaggi, per effetto dei rimborsi di titoli intervenuti nell'esercizio.

I risconti sono così analizzabili:

DESCRIZIONE	31/12/03	VARIAZIONI	31/12/04
Indennità di maternità	1.583.088	(23.768)	1.559.320
Riscatti	2.528.158	(2.467.125)	61.033
Ricongiunzioni	3.431.957	(3.139.972)	291.985
Altri	14.756	(1.682)	13.074
TOTALE	7.557.959	(5.632.547)	1.925.412

Il risconto del contributo per indennità di maternità è relativo alla quota parte dello stesso, pagata dagli Associati nel corrente esercizio, che è stata differita al 2005 in quanto eccedente rispetto ai relativi costi di competenza, risultati a consuntivo inferiori rispetto alle previsioni del Budget 2004. Tale risconto verrà riconosciuto agli Associati con la riduzione del contributo unitario dovuto per l'esercizio 2005. Dal corrente esercizio la quota capitale delle ricongiunzioni e dei riscatti viene interamente accreditata a conto economico. I risconti rappresentano pertanto le sole quote interessi desumibili dai piani di ammortamento, esigibili in successivi esercizi.

CONTI D'ORDINE

Sono costituiti da fidejussioni ricevute ed impegni con terzi, così analizzabili:

DESCRIZIONE	31/12/200	VARIAZIONI	31/12/04
Fidejussioni ricevute	8.656.415	(453.943)	8.202.472
Impegni con terzi	90.443	774.243	864.686
TOTALE	8.746.858	320.300	9.067.158

Le fidejussioni sono state rilasciate da terzi a favore della Cassa a garanzia del corretto adempimento degli obblighi derivanti dai contratti di locazione stipulati (€ 7,9 ml), oltre che a garanzia della redditività e di alcuni lavori di manutenzione (€ 0,3 ml). In particolare, menzioniamo sia la fidejussione del Gruppo Coin (€ 5,9 ml), rilasciata da Unicredito a garanzia della redditività dell'immobile sito in Calepio di Settala (scadenza 2006), sia quella rilasciata dalla Banca Popolare di Milano (€ 0,1 ml) a garanzia di una transazione formalizzata nell'esercizio.

Gli impegni con terzi ammontano complessivamente ad € 864.686. Sono relativi, per € 827.060, ad impegni con fornitori per lavori da realizzare nel corso del 2005 sugli immobili; tra questi, segnaliamo gli impegni per i lavori di rifacimento dell'impianto di condizionamento (terzo ed ultimo lotto) di un immobile ad uso commerciale (Milano), pari ad € 701.737.

ANALISI DEL CONTO ECONOMICO

A VALORE DELLA PRODUZIONE

A-1 CONTRIBUTI A CARICO DEGLI ISCRITTI

I ricavi istituzionali sono così analizzabili:

DESCRIZIONE	2004	2003
Contributi soggettivi ed integrativi	258.328.400	240.550.683
Contributi di maternità	6.138.399	6.934.924
Contributi di riscatto	12.034.401	5.039.184
Contributi di ricongiunzione	16.913.821	6.102.980
Contributi di solidarietà	3.710.048	-
TOTALE	297.125.069	258.627.771

L'ammontare complessivo dei proventi contributivi include anche quanto dovuto dagli iscritti a valere su anni precedenti, per effetto di retrodatazione di iscrizioni, variazioni di status giuridico ed acquisizione di dati reddituali mancanti. Rileviamo che al 31 dicembre 2004 il numero degli iscritti è pari a 41.483 (di cui 1.599 pensionati attivi), con un incremento del 4,5% rispetto al 31 dicembre 2003 (39.705 iscritti, di cui 1.411 pensionati attivi).

A-1-a Contributi soggettivi ed integrativi

La contribuzione è dovuta da tutti gli iscritti a fine 2004, considerando anche le iscrizioni deliberate a fine marzo 2005 con decorrenza 2004 ed anni precedenti, nonché dagli iscritti agli Albi professionali non tenuti all'iscrizione alla Cassa e dai titolari di trattamenti pensionistici non tenuti al rispetto delle misure minime. Si evidenzia un complessivo aumento di € 17,8 milioni (7,4%) di tale voce nell'esercizio, derivante dall'incremento sia dell'aliquota del contributo soggettivo applicata (10% nel 2004 contro l'aliquota media di circa il 7% nel 2003) sia dei redditi medi e del numero degli iscritti, pur in presenza di una riduzione dei contributi integrativi (€ 14,7 ml) connessa all'assenza dei minimi - per il solo esercizio 2004 - in conseguenza della riforma del regime previdenziale.

Tali contributi, per il corrente esercizio, risultano così analizzabili:

DESCRIZIONE	MINIMI	ECCELENZE (*)	TOTALE
Contributi soggettivi	71.809.485	119.531.462	191.340.947
Contributi integrativi	-	66.987.453	66.987.453
TOTALE	71.809.485	186.518.915	258.328.400

(*) comprendono i riaccertamenti dell'esercizio (€ 2,9 ml)

A-1-b Contributi di maternità

L'importo è relativo sia al contributo dovuto da tutti gli iscritti e dai pensionati in attività (€ 5,0 ml), per la copertura delle indennità di maternità (D.Lgs. 151/01) per le libere professioniste, sia al contributo a carico del Ministero del Lavoro (€ 1,1 ml) sulle indennità pagate nell'esercizio per il quale sia rinvia al

commento della voce "Crediti verso altri" (C-II-5). Con delibera del Consiglio di Amministrazione (riunione del 23-24 marzo 2004), approvata dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali in data 21 maggio 2004, il contributo individuale di maternità è risultato pari ad € 120 per l'esercizio 2004 (€ 187 nel 2003).

A-1-c Contributi di riscatto

L'importo è riferito al riscatto del periodo legale del corso di laurea in Economia e Commercio (o discipline considerate equipollenti per sostenere l'esame di abilitazione alla professione di Dottore Commercialista), nonché del periodo del servizio militare e civile. Questo istituto è stato introdotto nel Regolamento di disciplina delle funzioni di previdenza con deliberazione dell'Assemblea dei Delegati del 27 marzo 1998 e successivamente approvato con Decreto Interministeriale del 31 agosto 1998.

Con effetto dal corrente esercizio, la quota capitale di tali contributi viene accreditata interamente a conto economico e non più riscontata sulla durata dei piani di ammortamento. La modifica del principio contabile adottato ha determinato un effetto positivo di € 3.597.130 sul conto economico e sul patrimonio netto che, unitamente agli effetti indotti dalla riforma del regime previdenziale, spiega il significativo incremento dell'esercizio (€ 7,0 ml).

A-1-d Contributi di ricongiunzione

L'importo è relativo ai versamenti dovuti dagli Enti previdenziali e dai professionisti per ricongiunzione periodi assicurativi (art. 4 L. 45/90). Con effetto dal corrente esercizio, anche la quota capitale di tali contributi viene accreditata interamente a conto economico e non più riscontata sulla durata dei piani di ammortamento. La modifica del principio contabile adottato ha determinato un effetto positivo pari ad € 4.606.604 sul conto economico e sul patrimonio netto che, unitamente agli effetti indotti dalla riforma del regime previdenziale, spiega il significativo incremento dell'esercizio (€ 10,8 ml).

A-1-e Contributi di solidarietà

Tali contributi discendono dalla riforma del regime previdenziale (D.L. del 14 luglio 2004) e sono applicabili per un periodo di 5 anni, rinnovabile per un periodo massimo di ulteriori 3 quinquenni. Sono stati determinati sulle pensioni correnti e su quelle maturate, considerando sia le previste fasce di pensione annua lorda - calcolate con il metodo retributivo - sia il periodo di maturazione dei relativi requisiti (fino al 31 dicembre 2004 ovvero dal 2005).

A-5 ALTRI PROVENTI

A-5-a GESTIONE IMMOBILIARE

Ammontano ad € 14.966.420 per il 2004 e sono costituiti dai canoni di locazione (€ 13.516.079 contro € 12.896.273 del 2003) sui contratti in essere, dagli addebiti (€ 1.448.688, contro € 1.403.129 del 2003) di esercizio ai conduttori, pari di norma ad almeno il 90% dei costi ripetibili sostenuti, nonché da proventi per locazione di spazi pubblicitari (€ 1.653, come nel 2003). Relativamente ai canoni di locazione, l'incremento dell'esercizio (4,8%) è sostanzialmente riferibile agli adeguamenti monetari sui vecchi canoni e, soprattutto, alle rilocazioni poste in essere a condizioni economicamente più vantaggiose.

Risultano così costituiti:

DESCRIZIONE	2004	2003
Abitativo	2.172.456	1.921.146
Commerciale	7.579.775	7.376.961
Industriale	3.763.848	3.598.166
TOTALE	13.516.079	12.896.273

Il rendimento medio lordo degli immobili - inclusa la sede di Roma - è calcolato rapportando i canoni di locazione al valore (medio) lordo di libro. Lo stesso è pari nel 2004 al 5,78% (5,51% nel 2003) ed evidenzia un incremento generalizzato sulle varie tipologie di fabbricati:

TIPOLOGIA	RENDIMENTO MEDIO LORDO	
	2004	2003
Abitativo	6,69	5,92
Commerciale	4,95	4,81
Industriale	7,79	7,46

In termini di redditività media netta, considerando gli oneri di gestione degli immobili da reddito (manutenzioni ed oneri, al netto dei recuperi assicurativi e da conduttori), la fiscalità (Ires, Ici e tassa sulla registrazione dei contratti), nonché altri oneri specifici (premi assicurativi, ammortamenti, perdite su crediti, accantonamenti al fondo svalutazione e sopravvenienze passive), la stessa è pari nell'esercizio - con la sola esclusione dei costi diretti di struttura - all'1,66% (1,30% nel 2003). Considerando anche il costo del lavoro, la stessa è pari ad 1,40% (1,02% nel 2003).

A-5-b. GESTIONE MOBILIARE

Il risultato corrente della gestione mobiliare è così analizzabile:

DESCRIZIONE	2004	2003
Cedole	14.023.818	16.768.494
Interessi su zero coupon (*)	1.669.503	1.001.674
Dividendi, diritti di opzione ed altri proventi	801.583	-
Plusvalenze da recesso	448.000	-
Plusvalenze da alienazione	3.210.235	2.952.795
Proventi (netti) su pronti c/termine	-	66.078
Commissioni di retrocessione	495.060	-
Imposte estere e ritenute d'acconto su dividendi (**)	40.085	829.627
Quote disaggio	179.071	359.356
Quote aggio	(320.600)	(309.873)
Differenziale sulle gestioni patrimoniali	12.964.202	(2.187.118)
TOTALE	33.510.957	19.481.033

(*) l'ammontare degli interessi 2003 su zero coupon è stato riclassificato dal conto "Quote disaggio"
 (**) la voce riguarda le gestioni patrimoniali (per l'esercizio 2003 era riferibile al credito d'imposta)

Rileviamo che i proventi del patrimonio mobiliare sono stati conseguiti nel rispetto dei criteri di impiego delle disponibilità stabiliti, fra le diverse modalità di investimento, dall'Assemblea dei Delegati in sede di approvazione del Budget 2004 e relative variazioni.

Cedole

Sono relativi a cedole sui valori mobiliari a medio e lungo termine, rappresentati da titoli di Stato ed obbligazionari, che vengono esposte al lordo delle relative imposte sostitutive (12,5%). Il decremento dell'esercizio (€ 2,8 ml) riflette la tendenziale riduzione del portafoglio per effetto dei rimborsi e delle estinzioni anticipate.

Dividendi, diritti d'opzione ed altri proventi

Sono relativi a dividendi (€ 756.273) sul portafoglio azionario in gestione diretta, che vengono esposti al lordo delle relative ritenute subite (sia estere sia italiane al 12,5%, a titolo d'acconto, sul 5% netto frontiera); a vendite di diritti di opzione (€ 29.803) ed a proventi da Sicav estere (€ 15.507).

Plusvalenze da recesso

Scaturiscono dai recessi sui mandati Merrill Lynch e BNP Paribas e sono esposte al netto delle relative minusvalenze (€ 23.297). Si rinvia alla voce B-III-3-c.

Plusvalenze da alienazioni

Ammontano complessivamente ad € 3,2 milioni (€ 3,0 ml nel 2003) e sono relative sia al portafoglio obbligazionario sia a quello azionario. Le plusvalenze sul portafoglio obbligazionario (€ 1,0 ml) sono state realizzate sulle operazioni di vendita, impostate in corso d'anno, per ragioni di arbitraggio finanziario e di convenienza fiscale, come già evidenziato (voce B-III-3-a). Quelle sul portafoglio azionario (€ 2,2 ml), realizzate sulle vendite della parte dello stesso riveniente dai sopracitati recessi, sono state impostate per ragioni di convenienza economica e fiscale.

Commissioni di retrocessione

Ammontano ad € 495.059 e sono riferibili agli investimenti sia in quote di O.I.C.R. (per € 334.991) sia in *hedge fund* (per € 160.068). Tali retrocessioni commissionali, che vengono accreditate in banca con cadenza trimestrale sulla base degli accordi in essere con i gestori, rappresentano uno sconto sulle commissioni di gestione dagli stessi applicate.

Differenziale sulle gestioni

Nel 2004 il differenziale positivo (€ 12.964.202) è pari agli utili realizzati dai gestori (€ 14.938.749) al netto delle commissioni di periodo (€ 1.974.547) e si contrappone alle perdite complessive realizzate nel precedente esercizio (€ 2,2 ml), per effetto del più favorevole andamento dei mercati finanziari.

L'analisi della redditività netta mediamente realizzata nell'esercizio 2004, calcolata rispetto al capitale investito medio, è così analizzabile:

- il portafoglio mobiliare in gestione diretta (titoli di Stato ed obbligazioni) ha realizzato una redditività del 4,27% (4,58% considerando le plusvalenze su alienazioni di titoli esteri), contro il 5,08% del 2003 (ridotto al 3,83% considerando la rettifica di valore sul *bond* Parmalat). La redditività è calcolata tenendo conto delle cedole, degli interessi, delle plusvalenze realizzate e delle quote di aggio/disaggio maturate. La riduzione della stessa scaturisce sostanzialmente dai rimborsi di titoli di Stato intervenuti nell'esercizio (BTP e CTZ);
- in particolare, la redditività delle obbligazioni estere (6,31%, contro 4,72% nel 2003) è risultata, anche nel 2004, più elevata rispetto a quella delle obbligazioni italiane (4,18%, contro 3,76% del precedente esercizio) e dei titoli di Stato (3,40%, contro 4,27% nel 2003). La redditività netta del comparto obbligazionario è risultata mediamente più elevata (circa 1 punto) rispetto a quella del precedente esercizio (5,30% contro 4,26%), per effetto degli interessi sui disinvestimenti di *zero coupon* (BIRS), mentre la riduzione della redditività dei titoli di Stato consegue ai menzionati rimborsi. Si rinvia, al riguardo, a quanto esposto in precedenza (voce B-III-3-a);
- le gestioni patrimoniali hanno guadagnato lo 2,70% (rispetto allo 0,51% negativo del 2003), in considerazione del più favorevole andamento dei mercati finanziari, mentre il portafoglio azionario in gestione diretta ha reso il 2,19% (tale dato non considera l'accantonamento dell'esercizio al fondo oscillazione titoli);
- gli investimenti in quote di O.I.C.R. ed in *hedge fund* hanno reso, rispettivamente, il 2,20% ed il 4,15% rispetto ai valori di mercato al 31 dicembre 2004, trattandosi di prodotti ad accumulazione (nel conteggio vengono considerate anche le commissioni retrocesse). Per gli O.I.C.R., la redditività netta considera le imposte sostitutive differite del 12,5%, trattandosi di strumenti tassati per cassa (per gli *hedge fund* la stessa coincide con quella lorda al 4,15%, trattandosi di strumenti